

You can talk the talk but can you walk the walk?

Niet-mededingingsrechtelijke nationale belemmerende maatregelen met betrekking tot fusies en buitenlandse investeringen en het recht van de Europese Unie

Mr. P. Jansen*

Een nieuwe golf van economisch patriottisme doet de vraag rijzen in hoeverre het Unierecht een keurslijf vormt voor publieke belangen die, in het kader van fusies en buitenlandse investeringen, kunnen worden ingeroepen ter onttrekking van nationale regelingen aan de vrije mededinging. In dit artikel zal deze kwestie benaderd worden vanuit het perspectief van het interne-marktrecht. Daarbij zal worden ingegaan op de vraag of – en zo ja, wanneer – lidstaten op grond van het Unierecht nationale mechanismen mogen instellen en/of toepassen.

Inleiding

Het uitgangspunt van het Europeesrechtelijk kader met betrekking tot fusies en buitenlandse investeringen is het creëren van een gelijk speelveld in de Europese Unie (EU), óók voor investeerders uit derde landen. Dit speelveld dient daarbij zo veel mogelijk te worden gevrijwaard van nationaal beleid dat de eigen markt afschermt voor buitenlandse¹ concurrenten.² Het interne-marktrecht – met nadruk op het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging – evenals de Concentra-

tieverordening (CoVo)³ beogen in dat verband te verzekeren dat de mededinging binnen de interne markt niet wordt vervalst.

Desalniettemin kunnen nationale wet- en regelgeving de lidstaten van de EU in staat stellen de toelaatbaarheid van fusies en buitenlandse investeringen niet enkel op basis van mededingingsoverwegingen te beoordelen, maar, ter bescherming van gepercipieerde ‘publieke belangen’, eveneens op grond van niet-mededingingsfactoren. Daaronder kunnen ook economische belangen vallen. Een voorbeeld hiervan is als lidstaten, als onderdeel van hun industriebeleid, nationale wet- en regelgeving uitvaardigen en/of aanwenden om ‘*national champions*’⁴ te ‘beschermen’ tegen buitenlandse investeringen.⁵ Dit beleid vloeit veelal voort uit de overtuiging dat de vrije markt voor fusies en buitenlandse investe-

299

- Daarbij gaat het om Verordening (EG) nr. 139/2004 van de Raad van 20 januari 2004 betreffende de controle op concentraties van ondernemingen (de concentratieverordening), *PbEG* 2004, L 24/1, hierna aangeduid als ‘CoVo’. Tot 1 mei 2004 gold Verordening (EEG) nr. 4064/89, gewijzigd per 1 maart 1998 door Verordening (EG) nr. 1310/97.
- De term ‘*national champions*’ (in de Nederlandse taal ook wel aangeduid als ‘kroonjuwelen’ of ‘kampioenen’) wordt doorgaans gehanteerd om voormalige staatsbedrijven aan te duiden die, ofschoon zij inmiddels zijn geprivatiseerd, een ‘speciale behandeling’ genieten van de overheid. Deze activiteiten van deze ondernemingen worden immers geacht een specifieke nationale dimensie te hebben, ongeacht wat dit *in concreto* moge betekenen. Algemeen genomen zijn *national champions* niet enkel van belang vanwege hun omvang, met inbegrip van veel toegevoegde waarde en vaak hoogwaardige werkgelegenheid, maar ook vanwege hun strategische relevantie. Zie P. Jansen, ‘National en European champions: moet een hierop gericht industriebeleid onder de Europese concentratiecontroleregels als illusoir worden beschouwd?’, *M&M* 2015/4, p. 128 en verwijzingen aldaar.
- De onderliggende aanname daarbij is dat de nationaliteit van de belangrijkste aandeelhouders en de locatie van het hoofdkantoor van dergelijke ondernemingen een belangrijke invloed hebben op de (economische) bijdrage in de landen waar de activiteiten plaatsvinden. Zie OESO, Competition Policy, ‘Industrial Policy and National Champions’ (2009), *DAF/COMP/GF(2009)9*, p. 33.

* Mr. P. (Pim) Jansen is als wetenschappelijk onderzoeker verbonden aan het instituut Consument, Concurrentie en Markt van de Faculteit Rechtsgeleerdheid aan de KU Leuven, België.

1. Uit de EU/EER dan wel daarbuiten.

2. A. Jones en J. Davies, ‘Merger control and the public interest: balancing EU and national law in the protectionist debate’, in: B. Hawk, *International antitrust law & policy*, Huntington Juris publishing 2015, p. 68.

ringen niet stevast dient te prevaleren ten opzichte van nationale publieke belangen.

De overheidsinmenging in het kader van de recente overnamestrijd rondom Alstom en AstraZeneca biedt een treffende illustratie van voornoemd industriebeleid, aangezien beide ondernemingen worden beschouwd als *national champions*.⁶ De Uniedefinitie van ‘publieke belangen’ vloeit echter voort uit een niet-economische grondslag, hetgeen mogelijk tot een fundamentele onverenigbaarheid met het lidstatelijk begrip van dat concept leidt.

In dit verband rijst de vraag naar de bevoegdheidsverdeling tussen de EU en de lidstaten: welke actor bepaalt de publieke belangen die legitiem kunnen worden onttrokken aan de vrije mededinging? In dit artikel zal deze vraag met name benaderd worden vanuit het perspectief van het internemarktrecht. Daarbij zal worden ingegaan op de vraag of, en zo ja, wanneer het lidstaten op grond van het Unierecht vrijstaat om nationale mechanismen in te stellen en/of toe te passen om zodoende fusies en buitenlandse investeringen te kunnen screenen, en desgewenst, onder voorwaarden toe te laten of geheel of gedeeltelijk te verbieden.

De analyse in dit artikel is als volgt gestructureerd. Allereerst worden een aantal nationale mechanismen beschreven, gevolgd door een schets van het beleid en het recht van de Unie ten aanzien van fusies en buitenlandse investeringen. Vervolgens worden de huidige keuzes van het EU-rechtssysteem bij (mogelijk) conflicterende invullingen van ‘publieke belangen’ bestudeerd in het licht van het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging. Hierbij, en in het bijzonder bij derdelandsituaties, is een goed begrip van de samenloop van beide vrijheden van groot belang. Eveneens van onmiskenbaar belang is de relatie met directe buitenlandse investeringen, die met het Verdrag van Lissabon onderdeel zijn geworden van de exclusieve bevoegdheid van de Unie onder de vorm van de gemeenschappelijke handelspolitiek. Daarna volgen enkele opmerkingen met betrekking tot het Europese concentratiecontrolerecht. Tot slot worden ook de gevolgen van dit Europeesrechtelijk kader geëvalueerd.

Nationale mechanismen

Afgezien van de mogelijkheid van (geheel of gedeeltelijk) aandeelhouderschap, beschikken lidstaten over diverse andere instrumenten om fusies met en investeringen door (binnen of buiten de EU/EER gevestigde) buitenlandse entiteiten eveneens op niet-mededingingsrechtelijke gronden te evalueren. Zonder uit te weiden over de juridische toelaatbaarheid van zulke overheidsinmenging onder het recht van de lidstaten, kan men daarbij grofweg vier categorieën van mechanismen onderscheiden.⁷

1. Een eerste, klassiek, mechanisme wordt gevormd door regulering. Het kan daarbij gaan om (de toepassing van) restrictieve wet- en regelgeving met betrekking tot (directe) buitenlandse investeringen, concentratiecontrole, vennootschapsrecht, sectorale regelgeving enzovoort.⁸ Ter illustratie kan worden gewezen op:

- de na het bod van het Amerikaanse General Electric op het Franse Alstom per direct gewijzigde *Code monétaire et financier*.⁹ Op basis hiervan is, ter bescherming van de openbare orde en veiligheid, voor het geheel of gedeeltelijk verwerven van een in Frankrijk gevestigde onderneming¹⁰ in een groot aantal ‘strategische’ sectoren¹¹ voorafgaande goedkeuring van de Franse minister van economische zaken vereist. Laatstgenoemde heeft daarbij tevens de bevoegdheid verkregen om diverse bijkomende voorwaarden te stellen;¹²
- de Britse 1975 Industry Act. Deze verleent de *Secretary of State* de bevoegdheid om de overdracht van ‘important manufacturing undertakings’ aan buitenlandse (rechts)personen te verbieden in het geval dat zulke controlewijziging zou indruisen tegen ‘the interests of [(a substantial part of)] the United Kingdom’.¹³ ‘Important manufacturing undertaking’ wordt daarbij in de Industry Act gedefinieerd als ‘an undertaking which, in so far as it is carried on in the United Kingdom, is wholly or mainly engaged in manufacturing industry and appears to the Secretary of State to be of special importance to [(any substantial part of)] the United Kingdom’;¹⁴

6. Voor achtergrondinformatie kan o.a. worden verwezen naar *New York Times* 4 mei 2014, ‘Letting the Market Decide on Pfizer-AstraZeneca Deal’, <www.nytimes.com/2014/05/05/business/international/letting-the-market-decide-on-pfizer-astrazeneca-deal.html?_r=0>; *Wall Street Journal* 26 juni 2014, ‘France Urges Looser EU Antitrust Rules After Alstom Tussle - Initiative Aims to Allow the Bloc’s Largest Companies to Team Up’, <www.wsj.com/articles/france-to-propose-loosening-eu-antitrust-rules-1403820236>; speech van A. Chrisholm van de Britse Competition and Markets Authority van 11 september 2014, <www.gov.uk/government/speeches/alex-chisholm-speaks-about-public-interest-and-competition-based-merger-control>; N. Petit, ‘State-created barriers to exit? The example of the acquisition of Alstom by General Electric’, 17 februari 2015, beschikbaar via <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2521378>.

7. De grenzen van deze verschillende categorieën zijn evenwel niet altijd even helder.

8. K. Byttebier, ‘Juridische bescherming tegen een (buitenlandse) overname’, *Tijdschrift voor privaatrecht* 1993, nr. 3, p. 761.

9. Art. R153-2 Code monétaire et financier, zoals gewijzigd bij Décret n° 2014-479 van 14 mei 2014 relatif aux investissements étrangers soumis à autorisation préalable. De vereiste goedkeuring zelf is geregeld in art. L.151-3 Code monétaire et financier.

10. Of specifiek ten aanzien van investeerders uit derde landen: het verkrijgen van meer dan 33,33 procent van het aandelenkapitaal in een dergelijke onderneming, zie art. R153-1 Code monétaire et financier.

11. Waaronder energie, transport, water, volksgezondheid en telecommunicatie, zie art. R.153-2 code monétaire et financier.

12. Art. R153-9 Code monétaire et financier.

13. Art. 13 lid 1 onder b 1975 Industry Act.

14. Art. 11 1975 Industry Act.

- de Nederlandse Mededingingswet (Mw). Op basis hiervan kan de minister van Economische Zaken, na weigering door de Autoriteit Consument en Markt (ACM) van een vergunning voor de totstandbrenging van een concentratie, besluiten om die vergunning alsnog te verlenen in geval van ‘gewichtige redenen van algemeen belang’ die zwaarder wegen dan de mogelijke belemmering van de mededinging.¹⁵ In de Mw wordt ‘algemeen belang’ niet nader gespecificeerd, maar in de praktijk zal het, zo volgt tenminste uit de memorie van toelichting, kunnen gaan om uiteenlopende overwegingen van economische én niet-economische aard.¹⁶
- 2. Een tweede mechanisme betreft wet- en regelgeving die lidstaten in staat stelt een zekere vorm van overheidscontrole in geheel of gedeeltelijk geprivatiseerde ‘strategische ondernemingen’ te behouden. Een bekende beschermingsregeling bestaat, in het kader van een privatiseringsproces,¹⁷ uit de toekenning aan de staat van aandelen waaraan bijzondere rechten zijn verbonden (zgn. ‘golden shares’).¹⁸
- 3. Ten derde kan worden gewezen op het feit dat lidstaten ook in hun hoedanigheid van private investeerder de mogelijkheid bezitten om fusies en buitenlandse investeringen op onrechtstreekse wijze te beperken zoals bijvoorbeeld via vennootschapsrechtelijke statutaire bepalingen of via privaatrechtelijke constructies.¹⁹
- 4. Ten vierde kunnen lidstaten tevens op allerlei andere manieren *de facto* een grote impact hebben op het tijdschema, de structuur, de voorwaarden en daarmee het uiteindelijk slagen van een transactie.²⁰

De voornoemde overheidsinmenging in Alstom en AstraZeneca illustreert aldus een nieuwe golf van economisch patriottisme in sommige lidstaten, maar valt ook te plaatsen binnen een internationale trend die voelbaar lijkt in (onder meer) de Verenigde Staten, Canada en

Australië.²¹ Deze trend, die ongetwijfeld samenhangt met bestaande economische problemen in (delen van) Europa, wordt versterkt door een toegenomen internationale belangstelling voor nationale veiligheid. Deze belangstelling valt allicht te verklaren door hedendaagse *hot potatoes* zoals *cyber security*, leveringsvoorzieningszekerheid, en de daaraan verbonden wens om investeringen door staatsbedrijven uit derde landen en *sovereign wealth funds* te kunnen screenen.²²

Deze pluraliteit van niet-economische factoren maakt het evenwel niet altijd eenvoudig om vast te stellen voor welk publiek belang bescherming wordt gezocht. Vanuit een Unierechtelijk oogpunt kan daarbij de vraag gesteld worden of overwegingen (mede) gemotiveerd door nationale veiligheid of openbare orde een voorwendsel voor lidstatelijk protectionisme vormen.²³

Europees beleid en wetgeving

Het Europees beleid en recht zijn in beginsel gericht op het bevorderen van het klimaat voor fusies en buitenlandse investeringen binnen de Unie.²⁴

1. Zoals het VWEU reeds voorschrijft,²⁵ zijn het economisch beleid en de gemeenschappelijke handelspolitiek van de Unie gebaseerd op het beginsel van een open markteconomie met vrije mededinging:
 - in haar mededeling ‘Naar een algemeen Europees internationaal investeringsbeleid’ stelt de Commissie dat ‘[o]penheid voor investeringen [...] een toetssteen [dient] te blijven bij het bepalen van ons beleid. De EU zal een omgeving blijven die open staat voor investeringen, en die buitenlandse investeerders en hun bijdrage aan de Europese economie en de samenleving in het algemeen verwelkomt’.²⁶ Hiermee wordt beoogd een bijdrage te leveren aan de doelstelling van een ‘slimme, duurzame en inclusieve groei in de EU’, zoals uiteengezet in de Europa 2020-strategie.²⁷
21. P. Jansen, ‘National en European champions: moet een hierop gericht industriebeleid onder de Europese concentratiecontrole-regels als illusoir worden beschouwd?’ *M&M* 2015/4, p. 128 en verwijzingen aldaar.
22. Zie C. Goldman en M. Koch, ‘The interse en verwijzingen aldaar and foreign investment merger reviews: flying blind or with radar?’, in: B. Hawk, *International antitrust law & policy*, Huntington Juris publishing 2015, p. 117-120.
23. Zie <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-95-197_nl.htm>.
24. A. Jones en J. Davies, ‘Merger control and the public interest: balancing EU and national law in the protectionist debate’, in: B. Hawk, *International antitrust law & policy*, Huntington Juris publishing 2015, p. 68.
25. Art. 119, 120, 205 en 206 VWEU.
26. Mededeling van de Commissie ‘Naar een algemeen Europees internationaal investeringsbeleid’ COM(2010)343 definitief, p. 4. In vergelijkbare zin overwoog de Raad in zijn ‘Conclusions on a comprehensive European Investment policy’ dat ‘[t]he policy should support the objective of the Union remaining the world’s leading destination and source of investment and reflect the Union’s commitment to maintain an open investment environment, in line with the new Europe 2020 Strategy’, 3041st foreign affairs Council meeting, Luxembourg, 25 oktober 2010, punt 6.
27. Mededeling van de Commissie ‘Europa 2020: en strategie voor slimme, duurzame en inclusieve groei’ COM(2010)220 definitief.

15. Zie art. 47 lid 1 Mw.

16. Zie *Kamerstukken II* 1995/96, 24 707, nr. 3, punt 10.8.

17. Door middel van een beursgang of onderhandse verkoop. Met name bij dit laatste speelt ook het risico op staatssteun. Afgezien van deze constatering zal hier in de rest van het artikel niet op worden ingegaan.

18. Deze ‘bijzondere rechten’ kunnen strekken tot beïnvloeding van het besluitvormingsproces (veto- of voordrachtsrechten en stemkrachtbeperkingen) of van de aandeelhoudersstructuur (eigendoms- of overdrachtsbeperkingen), zie C. Clottens, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen* (diss. KU Leuven 2011), p. 337. Zie eveneens: N. Ruccia, ‘The New and Shy Approach of the Court of Justice Concerning Golden Shares’, *European Business Law Review* 2013, 24, nr. 2, p. 275-294.

19. Zie K. Byttebier, ‘Juridische bescherming tegen een (buitenlandse) overname’, *Tijdschrift voor privaatrecht* 1993, nr. 3, p. 761; S. Peeters, ‘De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote. Schiet het Hof ook horizontaal?’, *jura falconis*, jrg. 45, 2008-2009, nr. 1, p. 119-146; en L. Mantel en F. Overkleef, ‘De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen’, *Vennootschap & Onderneming* 2009, nr. 10, p. 193.

20. Juridisch gezien zijn de instrumenten die in dat kader kunnen worden ingezet, zoals het actief zoeken naar een andere (nationale of Europese) kandidaat, een ‘white knight’ die een (vanuit industriepolitiek oogpunt) interessanter bod kan doen, politieke druk, het op de publieke agenda zetten van de voorgenomen concentratie, beloftes, waarschuwingen van diverse aard enzovoort, vaak wat ongrijpbaar.

- in tegenstelling tot bijvoorbeeld de Amerikaanse CFIUS²⁸ kent de Unie geen algemene supranationale controle op (veiligheidsaspecten van) inkomende buitenlandse investeringen;²⁹
- om de regels voor buitenlandse investeringen ook buiten de Unie te liberaliseren, worden investeringsregels onderhandeld in het kader van een reeks vrijhandels- en stand-alone-investeringsovereenkomsten met derde landen.³⁰ In tegenstelling tot bestaande nationale bilaterale investeringsverdragen, die slechts betrekking hebben op de behandeling van investeerders 'na binnenkomst' of 'na toelating', ziet deze liberalisering ook op markttoegang;³¹
- de EU speelt een actieve rol bij de gecoördineerde wereldwijde inspanningen (van de OESO, UNC-TAD, WTO en G8 en het IMF) tot de geleidelijke afschaffing van de beperkingen voor het internationaal handelsverkeer en voor buitenlandse directe investeringen;³² en
- op grond van het VWEU dient het industriebeleid een kader te scheppen voor de bevordering van het concurrentievermogen van de industrie van de Unie.³³ Dit kader dient een gebrek aan open en concurrerende markten en onvoldoende concurrentievermogen te remediëren.³⁴ Voor de bescherming van minder concurrentiële ondernemingen (zoals *national champions* dat onder omstandigheden kunnen zijn) ten koste van de mededinging lijkt derhalve – althans vanuit een Europeesrechtelijk perspectief – nauwelijks plaats.³⁵ Dit wordt

tevens geïllustreerd door de recente beleidsinitiatieven van de Commissie omtrent industriebeleid.³⁶

2. De Unie brengt een interne markt tot stand.³⁷ Deze interne markt omvat een ruimte zonder binnengrenzen waarin het vrije verkeer van goederen, personen, diensten en kapitaal in beginsel is gewaarborgd.³⁸ Uitzonderingen daargelaten,³⁹ waaronder een zogenoemde 'standstillbepaling',⁴⁰ geldt de vrijheid van kapitaal bovendien eveneens jegens derde landen. Men beweert wel dat '[t]his extension of the rights of free movement of capital to third countries not only goes beyond the other fundamental freedoms in the Treaty – free movement of goods, people and services – but also goes beyond any comparable foreign investment law or constitutional provision in any other jurisdiction in the world'.⁴¹
3. De CoVo – op grond waarvan de Commissie exclusief bevoegd is concentraties met een Uniedimensie te beoordelen – biedt nauwelijks ruimte voor de bescherming van niet-mededingingsoverwegingen. Dit geldt met name waar het economische belangen aangaat. Een en ander wordt versterkt door de zelfverklaarde feitelijke en rationele uitvoeringspolitiek van de Commissie, die zelfs lijkt te gelden bij grote

28. 'Committee on Foreign Investment', zie <www.treasury.gov/resource-center/international/Pages/Committee-on-Foreign-Investment-in-US.aspx>.

29. De grootste voorstander van een gezamenlijke aanpak ten aanzien van de inkomende buitenlandse investeringen is tot nu toe het Europees Parlement, zie S. Meunier, 'Integration by Stealth: How the European Union Gained Competence of Foreign Direct Investment', EUI Working Paper RSCAS 2014/66, p. 13. In reactie op de bezorgdheid over de investeringen uit China, bijvoorbeeld, vroeg het Parlement de Commissie 'to set up a body entrusted with the ex ante evaluation of foreign strategic investment, along the lines of the Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS), in order to obtain a clear picture of businesses operating and investing in the territory of the EU, and to report to the parliament on a regular basis', zie European Parliament, 'Report on EU and China: Unbalanced Trade?' 20 april 2012, 2010/2301, punt 25. Zie verder I. Gotts, 'Foreign investment controls and competition law', in: L.B. Hawk, *International antitrust law & policy*, Huntington Juris publishing 2015, hfdst. 7, p. 180.

30. Voor een overzicht kan worden verwezen naar: <<http://ec.europa.eu/trade/policy/accessing-markets/investment/>>. Zie verder J. Griebel, 'The New EU Investment Policy Approach', in: M. Bungenberg, J. Griebel, S. Hobe en A. Reinisch, *International Investment Law*, Baden-Baden Nomos 2015, p. 304 e.v.

31. Mededeling van de Commissie 'Naar een algemeen Europees internationaal investeringsbeleid', COM(2010)343 definitief, p. 5.

32. Zie <<http://ec.europa.eu/trade/policy/accessing-markets/investment/>>.

33. Zie art. 173 e.v. en art. 179 e.v. VWEU, althans uit te gaan van een 'stelsel van open en concurrerende markten'. Zie art. 170 lid 2 VWEU.

34. Zie J. Steenberg, 'Het mededingingsbeleid en het Verdrag van Lissabon', *SEW* 2008, p. 141.

35. Zie Steenberg 2008, p. 141.

36. Zie o.a. de mededelingen van de Commissie 'Een geïntegreerd industriebeleid in een tijd van mondialisering. Concurrentievermogen en duurzaamheid centraal stellen', COM(2010)614 definitief; 'Een sterkere Europese industrie om bij te dragen tot groei en economisch herstel. Actualisering van de mededeling over het industriebeleid', COM(2012)582 definitief; en 'Voor een heropleving van de Europese industrie', COM(2014)014 definitief. In deze initiatieven wordt veel aandacht besteed aan een algemeen voorwaardenscheppend beleid, waarbij zelfs de aanpak van enkele prioritaire gebieden met een beweerdelijk groot potentieel opvallend non-interventionistisch blijft. De EU beschikt weliswaar over een aantal (gedeelde) fondsen die gericht zijn op het stimuleren van innovatie, maar van economisch protectionisme lijkt hier niet direct sprake; deze fondsen zijn vooral gericht op het KMO's en specifieke onderzoeksprogramma's.

37. Art. 3 lid 3 VEU.

38. Art. 26 lid 2 VWEU.

39. Zie art. 64 lid 1-3, art. 65 lid 1 en 4, art. 66 en art. 215 VWEU. Zo is er weliswaar een mogelijkheid om Europese harmonisatiemaatregelen vast te stellen 'betreffende het kapitaalverkeer naar of uit derde landen in verband met directe investeringen (...), vestiging, het verrichten van financiële diensten of de toelating van waardepapieren tot de kapitaalmarkten' (art. 64 lid 2 VWEU), evenals de mogelijkheid voor de Raad om unaniem 'maatregelen [vast te stellen] die in het recht van de Unie een achteruitgang op het gebied van de liberalisering van het kapitaalverkeer naar of uit derde landen vormen' (art. 64 lid 3 VWEU), maar deze bevoegdheden zijn tot op heden niet gebruikt.

40. Art. 64 VWEU.

41. <http://ec.europa.eu/finance/capital/third-countries/treaty_provisions/index_en.htm>.

druk van *stakeholders*.⁴² Daarenboven bevat de CoVo geen 'hard' reciprociteitsvereiste.⁴³

Niettegenstaande het bovenvermelde biedt de Unie in haar secundaire regelgeving – al dan niet via de band van de lidstaten – in een aantal strategische sectoren wel enige bescherming tegen bepaalde typen buitenlandse investeringen.⁴⁴ Dit secundaire recht dient, evenals nationaal recht, in beginsel verenigbaar te zijn met primair Unierecht. De beoordeling van de geldigheid van dit secundaire recht, en waarbij een vermoeden van conformiteit wordt gehanteerd, lijkt evenwel te worden ingekleurd door 'de eigen kenmerken en doelstellingen van het Unierecht'.⁴⁵ In bijvoorbeeld de zaak *Duitsland/Parlement en Raad*⁴⁶ oordeelde het Hof van Justitie dat de strijd tegen marktverstoring een uit de richtlijn inzake depositogarantiestelsels voortvloeiende beperking van de vrijheid van vestiging kon rechtvaardigen.⁴⁷ Advocaat-generaal Jääskinen overwoog in *Essent e.a.* dat '[e]en dergelijke doelstelling [...] ongetwijfeld niet [had] kunnen worden aangevoerd als rechtvaardiging van een soortgelijke nationale maatregel, die als van zuiver economische aard zou zijn gekenmerkt'.⁴⁸

Unierecht en nationaal recht

Aangezien de EU een meerlagig rechtssysteem omvat,⁴⁹ kunnen keuzes met betrekking tot mogelijk conflicteren-de belangen worden herleid naar de verhouding tussen het Unierecht en het recht van de lidstaten. Inzicht kan men zich in deze verschaffen door onderstaande uitgangspunten te analyseren:

- nationale mechanismen mogen de exclusieve bevoegdheid van de EU met betrekking tot het mededingingsrecht voor de interne markt en directe buitenlandse investeringen niet schenden;⁵⁰
- de CoVo berust op het beginsel van een precieze verdeling van bevoegdheden tussen de Commissie en de nationale mededingingsautoriteiten (NMAs).⁵¹

De ('normatieve'⁵²) suprematie van de EU-mededingingsregels brengt met zich dat de toepassing van nationale mechanismen deze bevoegdheidsverdeling, en daarmee het *effet utile* van artikel 21 CoVo, niet mag aantasten.⁵³

- nationale (evenals supranationale) mechanismen dienen verenigbaar te zijn met het materiële Unierecht.⁵⁴

Vrij verkeer van kapitaal en vrijheid van vestiging

Dit hoofdstuk analyseert in welke mate de lidstatelijke beleidsvrijheid – o.a. om *national champions* te vrijwaren van de internationale markt voor fusies en buitenlandse investeringen – wordt ingeperkt door de werking van

303

42. De Commissie merkt stevast op dat het industriële beleid van de EU is gericht op een concurrerende en open Europese markt, die dient als een springplank voor het wereldwijde succes van Europese bedrijven. Zie bijv. Speech Vestager van 12 maart 2015, 'Thoughts on merger reform and market definition', *Keynote address at Studienvereinigung Kartellrecht*.
43. De CoVo bepaalt slechts in art. 24 lid 3 CoVo dat '[i]ndien de Commissie [...] vaststelt dat een derde land de ondernemingen die hun zetel of hun belangrijkste werkterreinen in de [Unie] hebben, geen behandeling geeft die vergelijkbaar is met die welke de [Unie] toekent aan ondernemingen van dat derde land, kan zij aan de Raad voorstellen doen om een passend onderhandelingsmandaat te verkrijgen, teneinde voor ondernemingen die hun zetel of hun belangrijkste werkterreinen in de [Unie] hebben, een vergelijkbare behandeling te verkrijgen'.
44. In het navolgende zullen daarvan enkele voorbeelden worden gegeven: zo bevatten Richtlijnen 2009/72/EG en 2009/73/EG, beide onderdeel van het Derde Energiepakket, de zogenoemde 'Gazpromclausule', zie A. Boute, 'Wederkerigheid in Europese en Russische energie-investeringen: Een juridische analyse van de "Gazprom-clausule"', *NTE* 2007, nr. 5/6; E. Vranes, 'State Measures Protecting Against "Undesirable" Foreign Investment. Issues in EU and International Law', *Zeitschrift für öffentliches Recht* 2012, vol. 67, nr. 4, p. 642. Daarnaast kan worden gewezen op art. 4 onder f van Verordening (EG) nr. 1008/2008 inzake gemeenschappelijke regels voor de exploitatie van luchtdiensten in de Gemeenschap, alsmede art. 14 lid 3 en art. 47 lid 1 van Richtlijn 2013/36/EU betreffende toegang tot het bedrijf van kredietinstellingen en het prudentiële toezicht op kredietinstellingen en beleggingsondernemingen.
45. Conclusie A-G Jääskinen 16 april 2013, gevoegde zaken C-105/12 tot C-107/12, *Essent e.a.*, ECLI:EU:C:2013:242, punt 76. Vgl. K. Mortelmans, 'The relationship between the Treaty rules and Community measures for the establishment and functioning of the internal market', *CMLRev* 2002, vol. 39, p. 1315.
46. HvJ 13 mei 1997, zaak C-233/94, *Duitsland/Parlement en Raad*, ECLI:EU:C:1997:231, punt 57.
47. Conclusie A-G Jääskinen 16 april 2013, gevoegde zaken C-105/12 tot C-107/12, *Essent e.a.*, ECLI:EU:C:2013:242, punt 77.
48. Conclusie A-G Jääskinen 16 april 2013, *Essent e.a.*, punt 77.

49. J. Smits, 'Wie doet wat? Over de rede van David Cameron en de verdeling van bevoegdheden tussen de Europese Unie en de Lidstaten', *NTER* 2013/6, p. 241, onder verwijzing naar L. Hooghe en G. Marks, *Multi-Level Governance and European Integration*, Rowman & Littlefield 2001; H. Enderlein, S. Wälti en M. Zürn (red.), *Handbook on Multi-level Governance*, Edward Elgar 2011; W. van Gerven en S. Lierman, *Algemeen deel 40 jaar later. Privaat- en publiekrecht in een meerge-laagd kader van regelgeving, rechtsvorming en regeltoepassing*, Deventer: Kluwer 2010.
50. Art. 2 lid 1 VWEU bepaalt dat in de gevallen waarin bij de Verdragen op een bepaald gebied een exclusieve bevoegdheid aan de Unie wordt toegedeeld, in beginsel enkel de Unie wetgevend kan optreden en juridisch bindende handelingen kan vaststellen. De lidstaten kunnen zulks slechts zelf doen als zij daartoe door de Unie zijn gemachtigd, of ter uitvoering van de handelingen van de Unie optreden.
51. HvJ 25 september 2003, zaak C-170/02 P, *Schlüsselverlag J.S. Moser e.a./Commissie*, ECLI:EU:C:2003:501, punt 32. Zie ook: HvJ 22 juni 2004, zaak C-42/01, *Portugal/Commissie*, ECLI:EU:C:2004:379, punten 50 en 53.
52. Voor dit concept, zie o.a. R. Wesseling, *The modernization of EC antitrust law*, Oxford: Hart Publishing 2000, p. 137.
53. Zie m.b.t. art. 101 en 102 VWEU, A. Arena, 'The relationship between antitrust and regulation in the US and in the EU: an institutional assessment', *ILLJ Emerging Scholars Paper* 19 (2011), p. 31; HvJ 9 september 2003, zaak C-198/01, *CIF*, ECLI:EU:C:2003:430, par. 45 en verwijzingen aldaar. Zie ook V. Trstenjak, 'National Sovereignty and the Principle of Primacy in EU Law and Their Importance for the Member States', *Beijing Law Review* 2013, vol. 4, nr. 2, p. 72.
54. A. Jones en J. Davies, 'Merger control and the public interest: balancing EU and national law in the protectionist debate', in: B. Hawk, *International antitrust law & policy*, Huntington Juris publishing 2015, p. 82.

het internemarktrecht. In dat verband zijn vooraleerst de Verdragsbepalingen inzake het kapitaalverkeer⁵⁵ en de vrijheid van vestiging⁵⁶ relevant. Daarbij is een juist begrip van de samenloop tussen beide vrijheden van groot belang, met name in de context van derdelandsituaties.

Kapitaalverkeer en vestiging

Nationale wet- en regelgeving die de verwerving van deelnemingen bemoeilijkt alsmede de volledige uitoefening van de eraan verbonden stemrechten beperkt, heeft allereerst betrekking op het vrij verkeer van kapitaal.⁵⁷ Ofschoon het VWEU geen definitie van het begrip ‘kapitaalverkeer’ bevat, heeft het Hof van Justitie erkend dat de in Bijlage 1 bij Richtlijn 88/361/EG⁵⁸ opgenomen nomenclatuur een indicatieve waarde bezit.⁵⁹ Zo heeft het Hof van Justitie geoordeeld dat kapitaalverkeer:

‘met name bestaat in de zogenoemde “directe” investeringen, te weten investeringen in de vorm van een deelneming in een onderneming door aandeelhouder-schap die de mogelijkheid biedt om daadwerkelijk deel te hebben in het bestuur van of de zeggenschap over een vennootschap, en de zogenoemde “portefeuillebeleggingen”, te weten investeringen in de vorm van de verwerving van effecten op de kapitaalmarkt met het uitsluitend doel te beleggen, zonder invloed op het bestuur van en de zeggenschap over de onderneming te willen uitoefenen’.⁶⁰

304

Het verwerven van een (meerderheids)participatie door een investeerder uit een andere lidstaat dient echter niet enkel gekwalificeerd te worden als een vorm van kapitaalverkeer;⁶¹ het betreft eveneens een transactie die onder de vrijheid van vestiging valt.⁶² Door rechtstreeks deel te nemen in het aandelenkapitaal van een onderneming, met name waar de participatieverwerving een duidelijke invloed op de besluiten en activiteiten van de vennootschap impliceert,⁶³ ‘vestigt’ deze verwerfer zich

immers op de plaats van de onderneming waarvan hij aandelen koopt.⁶⁴

Beperkingen

Wat de beperkingen op het kapitaalverkeer betreft, verbiedt artikel 63 VWEU ‘alle beperkingen van het kapitaalverkeer tussen Lidstaten onderling en tussen Lidstaten en derde landen’. In diezelfde lijn heeft het Hof van Justitie ten aanzien van directe en indirecte investeringen gepreciseerd dat

‘nationale maatregelen die het verwerven van aandelen in de betrokken ondernemingen kunnen blokkeren of beperken, of investeerders uit andere Lidstaten ervan kunnen weerhouden in die ondernemingen te investeren, moeten worden aangemerkt als “beperkingen” in de zin van artikel 63, lid 1, VWEU’.⁶⁵

Ook voor wat betreft de vrijheid van vestiging worden beperkingen ruim uitgelegd. Vaste rechtspraak dicteert daarbij dat alle maatregelen die het gebruik van deze vrijheid verbieden, belemmeren of minder aantrekkelijk maken, als beperkingen moeten worden beschouwd.⁶⁶ De vrijheid van vestiging geldt evenwel niet jegens derde landen.

Deze ruime uitleg van ‘beperkingen’ maakt dat de meerderheid van de hierboven genoemde nationale regelingen om grensoverschrijdende fusies en investeringen te evalueren en desgewenst geheel of gedeeltelijk te belemmeren,⁶⁷ beperkingen vormen en in beginsel inbreuk maken op het vrij verkeer van kapitaal en/of de vrijheid van vestiging.⁶⁸

– in *Église de scientologie* overwoog het Hof van Justitie dat een Franse regeling die directe buitenlandse investeringen die een bedreiging zouden kunnen vormen voor de openbare orde, de volksgezondheid of de openbare veiligheid, aan een voorafgaande vergun-

55. Art. 63-66 VWEU.

56. Art. 49-55 VWEU.

57. Mededeling van de Commissie betreffende bepaalde juridische aspecten van de intracommunautaire investeringen (97/C 220/06), punt 3; HvJ 14 maart 2000, zaak C-54/99, *Église de scientologie*, ECLI:EU:C:2000:124, punt 14.

58. Richtlijn 88/361/EEG van de Raad van 24 juni 1988 voor de uitvoering van artikel 67 van het Verdrag, OJ L 178, 8 juli 1988, p. 5-18.

59. HvJ 23 februari 2006, zaak C-513/03, *Van Hilten-van der Heijden*, ECLI:EU:C:2006:131, punt 39.

60. HvJ 10 november 2011, zaak C-212/09, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2011:717, punt 47 en verwijzingen aldaar.

61. Mededeling van de Commissie betreffende bepaalde juridische aspecten van de intracommunautaire investeringen (97/C 220/06).

62. Mededeling van de Commissie betreffende bepaalde juridische aspecten van de intracommunautaire investeringen (97/C 220/06).

63. HvJ 19 juli 2012, zaak C-31/11, *Scheunemann*, ECLI:EU:C:2012:481, punt 23.

64. S. Peeters, ‘De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote. Schiet het Hof ook horizontaal?’, *jura falconis*, jrg. 45, 2008-2009, nr. 1, p. 119-146; zie ook de Mededeling van de Commissie betreffende bepaalde juridische aspecten van de intracommunautaire investeringen (97/C 220/06), punt 4. HvJ 13 april 2000, zaak C-251/98, *Baars*, ECLI:EU:C:2000:205, punt 22.

65. HvJ 22 oktober 2013, gevoegde zaken C-105/12 tot C-107/12, *Essent e.a.*, ECLI:EU:C:2013:677, punt 41 en verwijzingen aldaar. Zie voor meer uitleg en voorbeelden van de (zeer) ruime uitleg die aan beperkingen gegeven wordt J. Snell, ‘Free movement of capital: evolution as a non-linear process’, in: P. Graig en G. De Búrca (red.), *The evolution of EU law*, 2e druk, Oxford: Oxford University Press 2011, p. 554-557.

66. HvJ 16 april 2015, zaak C-591/13, *Commissie/Duitsland*, EU:C:2015:230, punt 56 en verwijzing aldaar. Zie verder: F. Benyon, *Direct Investment, National Champions and EU Treaty Freedoms: From Maastricht to Lisbon*, London: Hart Publishing 2010, p. 7-22.

67. Daarbij gaat het uiteraard in eerste instantie om categorieën 1 en 2.

68. A. Jones en J. Davies, ‘Merger control and the public interest: balancing EU and national law in the protectionist debate’, in: B. Hawk, *International antitrust law & policy*, Huntington Juris publishing 2015, p. 87.

ning onderwierp, een beperking van het vrije kapitaalverkeer vormde;⁶⁹

- in *Commissie/Griekenland* oordeelde het Hof van Justitie dat een wettelijk stelsel waarbij voorafgaande vergunning was vereist voor het verkrijgen van stemrechten die overeenkwamen met meer dan 20 procent van het maatschappelijk kapitaal van bepaalde ‘strategische naamloze vennootschappen die een monopoliepositie hebben of hebben gehad’ en een stelsel van controle achteraf voor bepaalde beslissingen van deze vennootschappen, waarbij onder andere werd geëvalueerd op basis van solvabiliteit, informatie over investeringsstrategieën, het behoud van banen en de structuur van hun maatschappelijk kapitaal inbreuk maakte op de vrijheid van vestiging.⁷⁰

Hetzelfde geldt voor de *golden shares*-rechtspraak.⁷¹ Vanaf 2002 heeft het Hof van Justitie zich in een reeks arresten over de (on)toelaatbaarheid van gouden aandelen uitgesproken. Startpunt daarbij was een drietal inbreukprocedures tegen Portugal,⁷² Frankrijk⁷³ en België.^{74,75}

Vervolgens zijn in een reeks arresten inzake *golden shares* de in deze eerste drie zaken neergelegde krijtlijnen

bevestigd en gepreciseerd.⁷⁶ Hierna zal *Commissie/Verenigd Koninkrijk*⁷⁷ worden uitgelicht, aangezien in deze zaak voor het eerst ter verdediging werd aangevoerd dat de lidstaat in kwestie niet handelde in zijn publiekrechtelijke hoedanigheid maar binnen de grenzen van het privaatrecht opereerde.⁷⁸

In *Commissie/Verenigd Koninkrijk*⁷⁹ was de situatie aldus dat volgens de statuten van British Airports Authority (BAA) de houder van de ‘One Pound Special Share’, die bij de privatisering van BAA aan de *Secretary of State for Transport* was toegekend,⁸⁰ vooraf goedkeuring diende te geven in geval van een aantal strategische beslissingen.⁸¹ Daarnaast bevatten de statuten een bepaling op basis waarvan het niet mogelijk was dat derden een aandelenpakket zouden verkrijgen dat recht zou geven op meer dan 15 procent van de stemrechten op de algemene vergadering van aandeelhouders van de vennootschap.⁸²

Het Verenigd Koninkrijk verweerde zich tegen de door de Commissie aangevoerde onverenigbaarheid met het vrij verkeer van kapitaal en vrijheid van vestiging door te stellen dat het bijzondere aandeel in kwestie naar nationaal vennootschapsrecht wel degelijk toelaatbaar was. Op basis van dat recht konden immers diverse categorieën van aandelen bestaan en konden de daaraan verbonden rechten verschillen, zowel wat de deelneming in de winst van de vennootschap als wat het bestuur ervan betreft. Gesteld werd dat de maatregelen in kwestie derhalve geen rechtvaardiging behoeften.⁸³ Daarnaast betoogde het Verenigd Koninkrijk dat aangezien de nationale wetgevingen inzake vennootschappen niet waren geharmoniseerd, een vennootschap die aandelen uitdeelt krachtens het Unierecht niet kon worden verplicht de controle over deze aandelen aan de markt toe

69. HvJ 14 maart 2000, zaak C-54/99, *Église de scientologie*, ECLI:EU:C:2000:124, punt 14. Zie ook HvJ 17 juli 2008, zaak C-207/07, *Commissie/Spanje*, ECLI:EU:C:2008:428, punt 37-39 waarin het Hof van Justitie oordeelde dat een nationale wettelijke regeling die de verwerving van deelnemingen van meer dan 10 procent in ondernemingen die geregelde activiteiten in de energiesector uitoefenden, afhankelijk stelde van voorafgaande toestemming, inbreuk maakte op het vrij verkeer van kapitaal en vrijheid van vestiging.

70. HvJ 8 november 2012, zaak C-244/11, *Commissie/Griekenland*, ECLI:EU:C:2012:694, punten 15 e.v.

71. Zie <http://ec.europa.eu/finance/capital/framework/court/index_en.htm> en het Commission Staff Working Document, ‘Special rights in privatised companies in the enlarged Union – a decade full of developments’, Brussel, 22 juli 2005. Daarbij geldt, zo volgde recent nog uit *Essent e.a.*, dat het Unierecht zich niet verzet tegen het privatiseren of nationaliseren van ondernemingen als zodanig. HvJ 22 oktober 2013, gevoegde zaken C-105/12 tot C-107/12, *Essent e.a.*, ECLI:EU:C:2013:677, punt 30 en verwijzingen aldaar. De uitoefening daarvan kan echter niet aan de regels van het VWEU worden onttrokken, zie de Conclusie van A-G Pólares Maduro van 6 april 2006 in gevoegde zaken C-282/04 en C-283/04, *Commissie/Nederland*, ECLI:EU:C:2006:234, punten 28-29.

72. HvJ 4 juni 2002, zaak C-367/98, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2002:326.

73. HvJ 4 juni 2002, zaak C-483/99, *Commissie/Frankrijk*, ECLI:EU:C:2002:327.

74. HvJ 4 juni 2002, zaak C-503/99, *Commissie/België*, ECLI:EU:C:2002:328. Deze inbreuk kon evenwel worden gerechtvaardigd om de bevoorrading met energie in geval van crisis te garanderen.

75. Kort gezegd kwam het Hof van Justitie in die zaken tot het oordeel dat speciale rechten in aandelen toegekend aan de staat die overige aandeelhouders beletten aan het beheer van en de controle over een onderneming deel te nemen in verhouding tot de waarde van hun aandelen, in beginsel ontoelaatbare beperkingen van het vrije verkeer van kapitaal en vrijheid van vestiging opleverden, tenzij een rechtvaardiging kon worden gevonden.

76. Daarbij kan o.a. worden gewezen op: HvJ 13 mei 2003, zaak C-463/00, *Commissie/Spanje*, ECLI:EU:C:2003:272; HvJ 13 mei 2003, zaak C-98/01, *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, ECLI:EU:C:2003:273; HvJ 2 juni 2005, zaak C-174/04, *Commissie/Italië*, ECLI:EU:C:2005:350; HvJ 28 september 2006, gevoegde zaken C-282/04 en C-283/04, *Commissie/Nederland*, ECLI:EU:C:2006:608; HvJ 23 oktober 2007, zaak C-112/05, *Commissie/Duitsland*, ECLI:EU:C:2007:623; HvJ 6 december 2007, gevoegde zaken C-463/04 en C-464/04, *Federconsumatori e.a.*, ECLI:EU:C:2007:752; HvJ 26 maart 2009, zaak C-326/07, *Commissie/Italië*, ECLI:EU:C:2009:193; HvJ 8 juli 2010, zaak C-171/08, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2010:412; HvJ 11 november 2010, zaak C-543/08, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2010:669; en HvJ 10 november 2011, zaak C-212/09, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2011:717.

77. HvJ 13 mei 2003, zaak C-98/01, *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, ECLI:EU:C:2003:273.

78. S. Peeters, ‘De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote. Schiet het Hof ook horizontaal?’, *jura falconis*, jrg. 45, 2008-2009, nr. 1, p. 119-146.

79. HvJ 13 mei 2003, zaak C-98/01, *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, ECLI:EU:C:2003:273.

80. Art. 10 van de statuten.

81. Namelijk: de vrijwillige liquidatie van de onderneming, een wijziging van de bepalingen met betrekking tot de rechten die aan de *golden share* waren gekoppeld, het afstoten van een van de luchthavens; of de overgave van het recht om meer dan de helft van de stemrechten uit te oefenen in een dochteronderneming die een luchthaven bezit.

82. Art. 40 van de statuten. HvJ 13 mei 2003, zaak C-98/01, *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, ECLI:EU:C:2003:273, punten 1, 8-12.

83. HvJ 13 mei 2003, zaak C-98/01, *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, ECLI:EU:C:2003:273, punten 26, 30 en 31.

te vertrouwen of aan deze aandelen alle rechten te verbinden die alle reële of potentiële investeerders zouden wensen.⁸⁴

Het Hof van Justitie oordeelde niettemin dat sprake was van een beperking van het vrije verkeer van kapitaal en (daarmee automatisch) een beperking van de vrijheid van vestiging.⁸⁵ Daartoe overwoog het dat: ‘de betrokken beperkingen immers niet voort[vloeiden] uit een normale toepassing van het vennootschapsrecht’.⁸⁶ Krachtens de Airports Act 1986 moesten de statuten van de BAA immers door de *Secretary of State* worden goedgekeurd, hetgeen ook daadwerkelijk was gebeurd.⁸⁷ In die omstandigheden werd het Verenigd Koninkrijk geacht te hebben gehandeld in zijn publiekrechtelijke hoedanigheid – en derhalve faalde zijn betoog.⁸⁸

Het uitgangspunt lijkt dan ook te zijn dat een lidstaat dient op te treden in zijn publiekrechtelijke gedaante om onder de ‘golden-share’-rechtspraak te vallen.⁸⁹ Het Hof van Justitie legt het publiekrechtelijke karakter van beschermingsconstructies evenwel ruim uit. Het omzeilen van de internemarktregels zal daarmee grotendeels kunnen worden geredigeerd. Niettemin blijft de vraag staan of lidstaten hetgeen zij op basis van de *golden share*-rechtspraak niet mogen doen, onrechtstreeks, bijvoorbeeld via de in het nationale vennootschapsrecht toegelaten beperkingen in de statuten of via allerhande privaatrechtelijke constructies,⁹⁰ alsnog kunnen doen.⁹¹ In dat verband kan worden opgemerkt dat het Hof van Justitie aan de regeling in het VWEU met betrekking tot het vrije verkeer van kapitaal vooralsnog geen directe horizontale werking heeft toegekend. Het is op voorhand dan ook onduidelijk of (rechts)personen zich ten overstaan van elkaar hierop kunnen beroepen.⁹²

Voor de vrijheid van vestiging ligt dat tot op zekere hoogte anders. Zo heeft het Hof van Justitie op het gebied van de vrijheden van personen- en dienstenver-

keer horizontale directe werking van de desbetreffende verdragsartikelen aanvaard.⁹³ Tot op heden heeft het in zijn rechtspraak echter geen volstreekte helderheid geboden met betrekking tot de vraag of de Verdragsbepalingen omtrent vrijheid van vestiging ook ‘zuivere’ horizontale rechtstreekse werking hebben – dit speelt in het bijzonder waar sprake is van niet-discriminerende beperkingen.⁹⁴

Het afleiden van een verplichting voor de lidstaten om de in het nationale vennootschapsrecht toegelaten beperkingen aan te pakken op basis van horizontale onrechtstreekse werking⁹⁵ (via de band van gemeenschapstrouw) lijkt binnen de huidige stand van de rechtspraak evenmin aanvaard.

Mijns inziens biedt de benadering van advocaat-generaal Poiares Maduro in *Commissie/Nederland*, die overigens niet (expliciet) door het Hof van Justitie is erkend,⁹⁶ in dit verband uitkomst. Volgens hem zijn lidstaten hoe dan ook onderworpen aan de bepalingen inzake vrij verkeer die duidelijk tot hen zijn gericht, niet wegens hun functionele capaciteit van overheid, maar op grond van hun organieke hoedanigheid van onderteekenaars van de Verdragen.⁹⁷ In lijn met de ratio achter de *golden share*-rechtspraak kan daarmee voorkomen worden dat overheden in het kader van een privatisering – ten nadele van overige investeerders – een zekere vorm van overheidscontrole proberen te houden, maar waarmee de ingewikkelde (en politiek geladen) kwestie

84. *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, punt 31.

85. *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, punt 44.

86. *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, punt 48.

87. *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, punt 48.

88. *Commissie/Verenigd Koninkrijk*, punt 48.

89. C. Barnard, *The substantive law of the EU*, Oxford: Oxford University Press 2013, p. 587; S. Peeters, ‘De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote. Schiet het Hof ook horizontaal?’, *jura falconis*, jrg. 45, 2008-2009, nr. 1, p. 119-146. Daarbij moet de belemmering in kwestie berusten op een van het privaatrecht afwijkend mechanisme dat publieke partijen begunstigt. Opinie A-G Jääskinen 16 april 2013 in gevoegde zaken C-105/12 tot C-107/12, *Essent e.a.*, ECLI:EU:C:2013:242, punt 3. In dat verband kan eveneens worden gewezen op HvJ 28 september 2006, gevoegde zaken C-282/04 en C-283/04, *Commissie/Nederland*, ECLI:EU:C:2006:608 en HvJ 23 oktober 2007, zaak C-112/05, *Commissie/Duitsland*, ECLI:EU:C:2007:623.

90. Zoals door het sluiten van restrictieve aandeelhoudersovereenkomsten.

91. S. Peeters, ‘De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote. Schiet het Hof ook horizontaal?’, *jura falconis*, jrg. 45, 2008-2009, nr. 1, p. 119-146.

92. Zie bijv. H. Schepel, ‘Marketising the Constitution, and to Tell the Difference: On the Horizontal Application of the Free Movement Provisions in EU Law’, *European Law Journal*, 2012, vol. 18, nr. 2, p. 178 en 192; zie verder C. Clottens, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen* (diss. KU Leuven 2011), p. 345 en M. Andenas, T. Gutt en M. Pannier, ‘Free Movement of Capital and National Company Law’, *EBLR* 2005, p. 772-778.

93. A. Hartkamp, ‘De werking van het EG-Verdrag in privaatrechtelijke verhoudingen’, Mededelingen van de Afdeling Letterkunde, Nieuwe Reeks, 2009, deel 72, no. 1, nrs. 3, 4 en 12 en verwijzingen aldaar.

94. Daarbij kan in het bijzonder worden gewezen op: HvJ 11 december 2007, zaak C-438/05, *International Transport Workers’ Federation en Finnish Seamen’s Union*, ECLI:EU:C:2007:772; HvJ 18 december 2007, zaak C-341/05, *Laval un Partneri*, ECLI:EU:C:2007:809; HvJ 12 december 1974, zaak C-36-74, *Walrave en Koch/Association Union Cycliste Internationale e.a.*, ECLI:EU:C:1974:140 en HvJ 6 juni 2000, zaak C-281/98, *Angonese*, C-ECLI:EU:C:2000:296. Een andere vraag is of een en ander gewenst is. Daarbij is niet onbelangrijk dat in het licht van het feit dat het opnemen van een ‘opt-out-regeling’ cruciaal was in de totstandkoming van Richtlijn 2004/25/EG betreffende het openbaar overnamebod (de ‘Dertiende Richtlijn’), het wellicht ongewenst is dat het Hof van Justitie via de constructie van horizontale rechtstreekse werking alsnog de ‘beperkingen’ van de positieve harmonisatie van de richtlijn, die er onder andere in bestaat dat art. 11 lid 7 *golden shares* uitsluit van de toepassing van de doorbraakregel voor zover zij niet onverenigbaar zijn met het Unierecht, zou remedieren, zie S. Peeters, ‘De rol van het Hof van Justitie in de handhaving van One Share, One Vote. Schiet het Hof ook horizontaal?’, *jura falconis*, jrg. 45, 2008-2009, nr. 1, p. 119-146. Pogingen tot harmonisatie zijn tot op heden evenwel vrij vruchteloos gebleken – in dat verband kan bijvoorbeeld naar de voorstellen van de Vijfde en Negende Richtlijn, Dertiende Richtlijn en het Actieplan 2003 worden verwezen, zie C. Clottens, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen* (diss. KU Leuven 2011), p. 291 en verwijzing aldaar.

95. Daarbij zou eventueel een beroep kunnen worden gedaan op HvJ EG 9 december 1997, zaak C-265/95, *Commissie/Frankrijk (Spaanse aardbeien)*, *Jur.* 1997, p. I-6959 en HvJ EG 12 juni 2003, zaak C-112/00, *Schmidberger*, *Jur.* 2003, p. I-5659. In beide zaken was het de lidstaat wiens handelen/nalaten via de band van gemeenschapstrouw in strijd werd geacht met het Unierecht.

96. En dus iedere keer teruggrijpt naar de publiekrechtelijke hoedanigheid van de lidstaat.

97. Conclusie A-G Poiares Maduro van 6 april 2006 in gevoegde zaken C-282/04 en C-283/04, *Commissie/Nederland*, ECLI:EU:C:2006:234, punt 22.

van horizontale (on)rechtstreekse werking kan worden omzeild.⁹⁸ Het tegendeel aanvaarden zou bovendien het *effet utile* van het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging in het gedrang kunnen brengen.⁹⁹

Rechtvaardigingsgronden

Zodra een nationale regeling een in beginsel niet-toegelaten beperking oplevert, verschuift de bewijslast naar de lidstaat. Deze dient een specifiek en onder het Unierecht als legitiem beschouwd belang te identificeren. Daarnaast moet de lidstaat in het kader van een proportionaliteitstoetsing aantonen dat de (toepassing van de) regeling in kwestie geschikt is om de verwezenlijking van dat publieke belang te waarborgen, en niet verder gaat dan nodig is voor het bereiken van dat doel.¹⁰⁰

Voor wat betreft de onder het Unierecht als legitiem beschouwde publieke belangen is het vaste rechtspraak dat nationale maatregelen die het vrije verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging kunnen beperken, gerechtvaardigd dienen te zijn door de in artikel 65 VWEU (bedrijfseconomisch toezicht op financiële instellingen, openbare orde en openbare veiligheid) respectievelijk artikel 52 VWEU (openbare orde, openbare veiligheid en volksgezondheid) genoemde redenen óf, zolang het gaat om niet-discriminatoire/restrictieve maatregelen, door dwingende redenen van algemeen belang.

Ofschoon uit de Mededeling van de Commissie uit 1997¹⁰¹ en de *golden share*-rechtspraak volgt dat niet mag worden voorbijgegaan aan ‘bezorgdheden die, naar gelang van de omstandigheden, kunnen rechtvaardigen dat de Lidstaten een bepaalde invloed behouden in geprivatiseerde ondernemingen die zich bezighouden met diensten van algemeen of strategisch belang’,¹⁰² is het vaste rechtspraak dat die invloed strikt moet worden beperkt tot het waarborgen van fundamentele verplichtingen van openbaar belang.¹⁰³

Zo worden de verdrags- uitzonderingen strikt geïnterpreteerd.¹⁰⁴ De categorie van dwingende redenen van algemeen belang is niet begrensd, maar wordt evengoed strikt geïnterpreteerd.¹⁰⁵ Vanuit een industriepolitiek perspectief is een belangrijke notie dat een rechtvaardiging ontleend aan een algemeen financieel belang van een lidstaat in beginsel niet wordt aanvaard.¹⁰⁶ Daarbij geldt dat redenen niet van hun eigenlijke functie mogen worden losgemaakt en in feite voor zuiver economische doeleinden worden aangewend.¹⁰⁷ Het Hof van Justitie heeft evenwel aanvaard, recentelijk nog in *Essent e.a.*,¹⁰⁸ dat een nationale regeling een gerechtvaardigde beperking van een fundamentele vrijheid kan vormen, wanneer zij is ingegeven door economische belangen die een doelstelling van algemeen belang nastreven.¹⁰⁹ Het onderscheid tussen zuiver economische redenen en redenen van economische aard in het nastreven van een doelstelling van publiek belang is daarbij niet altijd evident.¹¹⁰

98. Daarbij kan een parallel worden getrokken met het aanbestedingsrecht. Voor de overheid kunnen op basis van het Europees recht andere regels gelden dan voor private partijen, ook al verrichten zij dezelfde feitelijke of privaatrechtelijke rechtshandelingen.

99. Vgl. de Conclusie van A-G Mengozzi van 2 december 2009 in zaak C-171/08, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2009:743, punten 61 en 65.

100. Althans, voor zover er geen harmonisatiemaatregelen bestaan die de ter bescherming van deze belangen noodzakelijke maatregelen voorschrijven. Zie onder andere HvJ 11 november 2010, zaak C-543/08, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2010:669, punt 83 en verwijzingen aldaar. Zie eveneens de mededeling van de Commissie van 19 juli 1997 betreffende bepaalde juridische aspecten van de intracommunautaire investeringen, *PbEG* 1997, C 220, p. 15; HvJ 17 juli 2008, zaak C-207/07, *Commissie/Spanje*, ECLI:EU:C:2008:428, punt 41 en verwijzingen aldaar; H. Schepel, ‘Marketising the Constitution, and to Tell the Difference: On the Horizontal Application of the Free Movement Provisions in EU Law’, *European Law Journal* 2012, vol. 18, nr. 2, p. 196 onder verwijzing naar C. Barnard, ‘Derogations, Justifications and the Four Freedoms: Is State Interest Really Protected?’, in: C. Barnard en O. Odudu (red.), *The Outer Limits of European Union Law*, Oxford: Hart Publishing 2009, p. 273.

101. Mededeling van de Commissie van 19 juli 1997 betreffende bepaalde juridische aspecten van de intracommunautaire investeringen, *PbEG* 1997, C 220, p. 15.

102. HvJ 4 juni 2002, zaak C-483/99, *Commissie/Frankrijk*, ECLI:EU:C:2002:327, punt 43; HvJ 4 juni 2002, zaak C-503/99, *Commissie/België*, ECLI:EU:C:2002:328, punt 47; HvJ 13 mei 2003, zaak C-463/00, *Commissie/Spanje*, ECLI:EU:C:2003:272, punt 82.

103. Conclusie van A-G Poiares Maduro in gevoegde zaken C-282/04 en C-283/04, *Commissie/Nederland*, ECLI:EU:C:2006:234, punt 31.

104. Zo overwoog het Hof van Justitie bijvoorbeeld in HvJ 14 maart 2000, zaak C-54/99, *Église de scientologie*, ECLI:EU:C:2000:124 dat lidstaten weliswaar in hoofdzaak vrij blijven de eisen van openbare orde en openbare veiligheid op hun nationale behoeften af te stemmen, ‘maar dat die redenen in communautair verband, met name omdat het een afwijking van het grondbeginsel van het vrije verkeer van kapitaal betreft, strikt moeten worden opgevat, zodat hun inhoud niet zonder controle van de instellingen van de Gemeenschap eenzijdig door de onderscheiden Lidstaten kan worden bepaald’ (punt 17). Openbare orde en openbare veiligheid kunnen bijvoorbeeld slechts worden aangevoerd in geval van een werkelijke en genoegzaam ernstige bedreiging, die een fundamenteel belang van de samenleving aantast.

105. Zie bijvoorbeeld ten aanzien van research & development HvJ 10 maart 2005, zaak C-39/04, *Laboratoires Fournier*, ECLI:EU:C:2005:161.

106. Vgl. HvJ 4 juni 2002, zaak C-367/98, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2002:326, punt 52 waarin het Hof van Justitie overwoog dat ‘[d]ergelijke belangen [de keuze van een strategische partner, de versterking van de mededingingsstructuur van de betrokken markt en de modernisering en versterking van de doeltreffendheid van de productiemiddelen] leveren geen geldige rechtvaardigingsgrond op voor beperkingen van de betrokken fundamentele vrijheid’; in HvJ 8 november 2012, zaak C-244/11, *Commissie/Griekenland*, ECLI:EU:C:2012:694 overwoog het Hof van Justitie dat ‘de doelstelling in het kader van transparantie de privatisering te verzekeren van de ondernemingen die van strategisch belang zijn voor de nationale economie en de doelstelling de staat de mogelijkheid te bieden om een strategische investeerder te kiezen voor deze ondernemingen en het concurrentievervalsing te verbeteren’ van economische aard waren, en derhalve geen belemmeringen konden rechtvaardigen (punten 32 en 37); in HvJ 13 mei 2003, zaak C-463/00, *Commissie/Spanje*, ECLI:EU:C:2003:272 overwoog het Hof van Justitie dat ‘[d]ienaangaande moet onmiddellijk worden vastgesteld dat de onderneming Tabacalera SA, een tabaksproducent, en Corporación Bancaria de España SA (Argentaria), een groep van handelsbanken uit de traditionele banksector waarvan niet is gesteld dat zij zijn belast met taken van een centrale bank of een soortgelijk orgaan, geen ondernemingen vormen die bestemd zijn om openbare diensten te verrichten’ en derhalve geen rechtvaardiging konden vormen (punt 70).

107. HvJ 14 maart 2000, zaak C-54/99, *Église de scientologie*, ECLI:EU:C:2000:124, punt 17.

108. HvJ 22 oktober 2013, gevoegde zaken C-105/12 tot C-107/12, *Essent e.a.*, ECLI:EU:C:2013:677.

109. *Essent e.a.*, punt 52.

110. Zie A. De Luca, ‘The EU and Member States: FDI, portfolio investments, golden powers and SWFs’, in: F. Bassan (red.), *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, Edward Elgar Publishing 2015, p. 191.

Samenloop

Zoals hiervoor reeds bleek, kunnen het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging niet los van elkaar worden gezien. Het vrij verkeer van kapitaal is, zo erkende het Hof van Justitie reeds in *Casati*, 'in de praktijk een voorwaarde om de andere, door het Verdrag gewaarborgde vrijheden, met name het recht van vestiging, doeltreffend te kunnen uitoefenen'.¹¹¹ In dat verband kan men zich afvragen of in de rechtspraak van het Hof van Justitie de Verdragsbepalingen inzake vrijheid van vestiging en vrij verkeer van kapitaal gelijktijdig toepassing vinden,¹¹² of dat (in bepaalde situaties) wordt geopteerd voor een toetsing aan een van de vrijheden met uitsluiting van de andere vrijheid.¹¹³ Het antwoord op die vraag is in het bijzonder relevant in de context van derdelandsituaties; enkel artikel 63 VWEU ziet daar op. Hieruit volgt immers dat, 'ook al zou een maatregel als een veto tegen een besluit tot ontbinding van een vennootschap in een strategische sector onverenigbaar met artikel [49 VWEU] worden verklaard, deze maatregel zou kunnen worden tegengeworpen tegen de aandeelhouders uit derde landen'.¹¹⁴

Binnen de huidige stand van zaken in de rechtspraak lijkt te gelden dat bij de beantwoording van de hiervoor genoemde vraag rekening moet worden gehouden met 'het voorwerp van de wettelijke regeling in kwestie'.¹¹⁵

Volgens het Hof van Justitie valt nationale wet- en regelgeving die alléén van toepassing is op deelnemingen waarmee een zodanig invloed kan worden uitgeoefend op besluiten van een in een andere lidstaat gevestigde vennootschap dat de activiteiten ervan kunnen worden bepaald, in beginsel uitsluitend onder de wer-

kingssfeer van de vrijheid van vestiging.¹¹⁶ Het feit dat er sprake is van kapitaalstromen die in beginsel onder het vrij verkeer van kapitaal vallen, maakt dat niet anders.¹¹⁷ Omgekeerd heeft het Hof van Justitie geoordeeld dat, uitzonderingen daargelaten,¹¹⁸

'een nationale wettelijke regeling die niet alleen van toepassing is op deelnemingen waarmee een zodanige invloed op de beslissingen van een vennootschap kan worden uitgeoefend dat de activiteiten ervan kunnen worden bepaald, maar die van toepassing is ongeacht de grootte van de deelneming van de aandeelhouder in een vennootschap, zowel onder artikel [49 VWEU] als onder artikel [63 VWEU] kan vallen'.¹¹⁹

Ten slotte worden nationale maatregelen, zoals veto-rechten, die niet worden gerechtvaardigd door de

111. HvJ 11 november 1981, zaak C-203/80, *Casati*, ECLI:EU:C:1981:261, punt 8. De nauwe verbondenheid tussen de twee vrijheden blijkt overigens ook uit het VWEU zelf, zie art. 65 lid 2 VWEU.

112. Waarbij een belemmering van de ene vrijheid eventueel automatisch ook een belemmering van de andere vrijheid kan inhouden.

113. C.H.G. Kuijpers, 'De rangorde tussen de vrijheid van vestiging en het vrij verkeer van kapitaal', *Europese Fiscale Studies* 2012, p. 8.

114. Conclusie A-G Colomer van 6 november 2008 in zaak C-326/07, *Commissie/Italië*, ECLI:EU:C:2008:611, punt 46.

115. HvJ 10 november 2011, zaak C-212/09, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2011:717, punt 41 en verwijzingen aldaar. Daarbij kan in algemene zin worden gesteld dat het Hof van Justitie naar de exclusieve toepassing van een van de vrijheden neigt, zie J. Snell, 'Free movement of capital: evolution as a non-linear process', in: P. Craig en G. de Búrca (red.), *The evolution of EU law*, Oxford: Oxford University Press 2011, p. 571. Eerdere jurisprudentie van het Hof van Justitie is daarentegen niet altijd eenduidig en leidde dikwijls tot de toepassing van beide vrijheden. Zie A. Jones en J. Davies, 'Merger control and the public interest: balancing EU and national law in the protectionist debate', in: B. Hawk, *International antitrust law & policy*, Huntington Juris publishing 2015, p. 86; J. Snell, 'Free movement of capital: evolution as a non-linear process', in: P. Craig en G. de Búrca (red.), *The evolution of EU law*, 2e dr., Oxford: Oxford University Press 2011, p. 568-573; S. Hindelang en N. Maydell, 'The EU's Common Investment Policy – Connecting the Dots', in: M. Bungenberg, J. Griebel en S. Hindelang (red.), *European Yearbook of International Economic Law – International Investment Law and EU Law*, Dordrecht: Springer 2011, p. 3-5; C. Barnard, *The substantive law of the EU*, Oxford: Oxford University Press 2013, p. 587-588; U. Jaremba en M. Shahid, 'De samenloop van het kapitaalverkeer en de vrijheid van vestiging: een duidelijke afbakening tussen de vrijheden op het gebied van de fiscale behandeling van dividend?', *SEW Tijdschrift voor Europees en economisch recht*, november 2014, p. 507.

116. Zie HvJ 8 november 2012, zaak C-244/11, *Commissie/Griekenland*, ECLI:EU:C:2012:694, punten 23-25 en 30-31. HvJ 26 maart 2009, zaak C-326/07, *Commissie/Italië*, ECLI:EU:C:2009:193, punt 39. In de omgekeerde situatie wordt uitsluitend aan het vrije verkeer van kapitaal getoetst, zie HvJ 19 juli 2012, zaak C-31/11, *Scheunemann*, ECLI:EU:C:2012:481, punt 23. Om te bepalen onder welke vrijheid de aan de orde zijnde nationale wet- en regelgeving valt, moet dan ook worden onderzocht of de in de wetgeving bedoelde deelneming volstaat om het de houder ervan mogelijk te maken, een duidelijke invloed op de besluitvorming van de onderneming uit te oefenen en de activiteiten ervan te bepalen. Uit de rechtspraak van het Hof van Justitie volgt geen algemene regel over wanneer er precies sprake is van 'zodanige invloed'. Het is evenwel duidelijk dat een minderheidsaandeel geenszins een minderheidspositie hoeft te betekenen. In HvJ 19 juli 2012, zaak C-31/11, *Scheunemann*, ECLI:EU:C:2012:481 voldeed 25 procent, in HvJ 8 november 2012, zaak C-244/11, *Commissie/Griekenland*, ECLI:EU:C:2012:694 was 20 procent afdoende. Hoewel uit HvJ 26 maart 2009, zaak C-326/07, *Commissie/Italië*, ECLI:EU:C:2009:193 lijkt te kunnen worden afgeleid dat zelfs 5 procent van (de stemrechten in) het aandelenkapitaal zou kunnen volstaan, heeft het Hof van Justitie in HvJ 10 februari 2011, gevoegde zaken C-436/08 en C-437/08, *Haribo Lakritzen Hans Riegel*, ECLI:EU:C:2011:61 gepreciseerd dat 10 procent de ondergrens is. Zie H. Schepel, 'Marketising the Constitution, and to Tell the Difference: On the Horizontal Application of the Free Movement Provisions in EU Law', *European Law Journal* 2012, vol. 18, nr. 2, p. 195, voetnoot 116.

117. HvJ 8 november 2012, zaak C-244/11, *Commissie/Griekenland*, ECLI:EU:C:2012:694, punten 25 en 30; HvJ 26 maart 2009, zaak C-326/07, *Commissie/Italië*, ECLI:EU:C:2009:193, punt 39.

118. Allereerst lijkt uit de (belasting)rechtspraak te volgen dat het Hof van Justitie zich in situaties waar een nationale regeling van toepassing is ongeacht de grootte van de deelneming, uitsluitend op art. 49 VWEU baseert wanneer de onderneming in kwestie feitelijk een beslissende invloed heeft, zie J. Snell, 'Free movement of capital: evolution as a non-linear process', in: P. Craig en G. de Búrca (red.), *The evolution of EU law*, Oxford: Oxford University Press 2011, p. 570-571 onder verwijzing naar HvJ 26 juni 2008, zaak C-284/06, *Burda*, ECLI:EU:C:2008:365; HvJ 18 juni 2009, zaak C-303/07, *Aberdeen Property Fininvest Alpha*, ECLI:EU:C:2009:377 en HvJ 21 januari 2010, zaak C-311/08, *SGI*, ECLI:EU:C:2010:26. Daarnaast geldt dat zelfs wanneer de nationale wettelijke regeling in kwestie in beginsel aan beide vrijheden wordt getoetst, het voorwerp van de nationale wettelijke regeling indachtig slechts aan één vrijheid wordt getoetst indien de andere vrijheid als ondergeschikt moet worden beschouwd. Zie J. Snell, 'Free movement of capital: evolution as a non-linear process', in: P. Craig en G. de Búrca (red.), *The evolution of EU law*, Oxford: Oxford University Press 2011, p. 571 onder verwijzing naar HvJ 17 september 2009, zaak C-182/08, *Glaxo Wellcome*, ECLI:EU:C:2009:559. In dit arrest werd enkel aan het vrij verkeer van kapitaal getoetst, hoewel het concrete geval een concernherstructurering betrof en de overgedragen aandelen de volledige zeggenschap in een dochtervennootschap vertegenwoordigden.

omvang van de relevante deelneming in een vennootschap en die marktdeelnemers uit andere lidstaten ontmoedigen om directe investeringen te verrichten in het vennootschappelijke kapitaal van de vennootschap, getoetst aan het vrije verkeer van kapitaal.¹²⁰

Het juridische vacuüm dat kan ontstaan in derdelandsituaties wanneer exclusief aan de vrijheid van vestiging wordt getoetst, biedt vanuit het perspectief van een interventionistisch industriebeleid gezien verschillende mogelijkheden. De reden voor deze leemte moet wellicht dan ook worden gezocht in de protectionistische sfeer.¹²¹ Een dergelijk resultaat lijkt echter in strijd te zijn met de letterlijke bewoording en strekking van het VWEU, dat in artikel 63 lid 1 VWEU uitdrukkelijk voorziet in de eenzijdige liberalisering *erga omnes* van het kapitaalverkeer.¹²² Een zuiverder benadering zou dan zijn om beide vrijheden naast elkaar te gebruiken. Voor de vrijheid van kapitaal is immers niet van belang hoeveel aandelen worden verkregen. De bepalingen inzake het kapitaalverkeer beschermen ook de verkrijging of het bezit van alle aandelen in een vennootschap. Is het belang in een vennootschap echter zo groot dat de investeerder een beslissende invloed op de ondernemingsbesluiten kan uitoefenen, dan gaat de vrijheid van vestiging een rol spelen *naast* de vrijheid van kapitaalverkeer.¹²³

Interpretatie vrij verkeer van kapitaal in derdelandsituaties

Voor zover (de toepassing van) nationale wet- en regelgeving wél (mede) onder het vrij verkeer van kapitaal valt, is de vraag of deze vrijheid in derdelandsituaties op dezelfde wijze wordt geïnterpreteerd.

Uit de schaarse rechtspraak van het Hof van Justitie lijkt immers te volgen dat – gezien het andere juridische kader dat zou gelden in de betrekkingen tussen lidstaten onderling en tussen lidstaten en derde landen – een beperking van het vrije verkeer van kapitaal in een derdelandsituatie aanvaardbaar zou kunnen zijn, waar dat niet het geval is in een intra-Uniesituatie.¹²⁴ Voor wat betreft de algemene criteria die gelden voor het bepalen van de mate van vergelijkbaarheid van de juridische kaders moet echter in het duister worden getast.

Als het inderdaad zo is dat de juridische test anders is waar het derdelandsituaties aangaat,¹²⁵ dan lijkt dit in strijd met de tekst van artikel 63 VWEU. Het beginsel van het vrije kapitaalverkeer in communautaire en niet-communautaire situaties is immers in exact dezelfde bewoordingen geformuleerd. Daarnaast heeft de wetgever uitdrukkelijk voorzien in diverse uitzonderingen, die in het bijzonder van toepassing zijn op het kapitaalverkeer met derde landen. Daaruit volgt de kennelijke noodzaak om van het normaal geldende regime – op basis waarvan het kapitaalverkeer ook jegens derde landen in beginsel volledig is geliberaliseerd – af te wijken.

309

119. HvJ 8 november 2012, zaak C-244/11, *Commissie/Griekenland*, ECLI:EU:C:2012:694, punt 22. Zie tevens HvJ 10 november 2011, zaak C-212/09, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2011:717, punt 44; HvJ 19 mei 2009, zaak C-531/06, *Commissie/Italië*, EU:C:2009:315, punt 40; HvJ 26 maart 2009, zaak C-326/07, *Commissie/Italië*, ECLI:EU:C:2009:193, punt 36.

120. A. De Luca, 'The EU and Member States: FDI, portfolio investments, golden powers and SWFs', in: F. Bassan (red.), *Research Handbook on Sovereign Wealth Funds and International Investment Law*, Edward Elgar Publishing 2015, p. 195 onder verwijzing naar HvJ 10 november 2011, zaak C-212/09, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2011:717, punten 48, 57-58; HvJ 23 oktober 2007, zaak C-112/05, *Commissie/Duitsland*, ECLI:EU:C:2007:623, punten 50-52; HvJ 8 juli 2010, zaak C-171/08, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2010:412, punt 60; en HvJ 11 november 2010, zaak C-543/08, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2010:669, par. 56.

121. Conclusie A-G Colomer in zaak C-326/07, *Commissie/Italië*, ECLI:EU:C:2008:611, punt 50. Zie C. Clottens, *Proportionaliteit van stemrecht en risico in kapitaalvennootschappen* (diss. KU Leuven 2011), p. 340.

122. Dit erga omnes-beginsel kan wellicht worden gezien als een van de duidelijkste bevestigingen van het economisch beleid van de EU, dat gericht is op een niet protectionistische openmarkteconomie met vrije mededinging, zie S. Hindelang en N. Maydell, 'The EU's Common Investment Policy – Connecting the Dots', in: M. Bungenberg, J. Griebel en S. Hindelang (red.), *European Yearbook of International Economic Law – International Investment Law and EU Law*, Dordrecht: Springer 2011, p. 8.

123. Zie de conclusie van A-G Alber van 14 oktober 1999 in zaak C-251/98, *Baars*, ECLI:EU:C:1999:502, punt 50. Zie ook S. Hindelang en N. Maydell, 'The EU's Common Investment Policy – Connecting the Dots', in: M. Bungenberg, J. Griebel en S. Hindelang (red.), *European Yearbook of International Economic Law – International Investment Law and EU Law*, Dordrecht: Springer 2011, p. 6. Zie echter ook de Conclusie van A-G Colomer in zaak C-112/05, *Commissie/Duitsland*, ECLI:EU:C:2007:92, punt 58.

Directe buitenlandse investeringen na Lissabon

Vanuit het internemarktrecht gezien is er, zo bleek hiervoor reeds, met name in derdelandsituaties enige ruimte voor lidstaten om inkomende buitenlandse investeringen te toetsen aan publieke belangen, in het bijzonder als de (toepassing van de) nationale regeling in kwestie enkel onder de verdragsbepalingen inzake de vrijheid van vestiging valt.

Grensoverschrijdende fusies en overnames betreffen echter eveneens een vorm van directe buitenlandse

124. Vgl. HvJ 18 december 2007, zaak C-101/05, *Skatteverket/A*, ECLI:EU:C:2007:804, punt 60; HvJ 12 december 2006, zaak C-446/04, *Test Claimants in the FII Group Litigation*, ECLI:EU:C:2006:774, punt 171; HvJ 4 juni 2009, gevoegde zaken C-439/07 en C-499/07, *KBC Bank en Beleggen, Risicokapitaal, Beheer*, ECLI:EU:C:2009:339, punt 72.

125. Gezien de beperkte rechtspraak op dit gebied, die ook nog eens heel casuïstisch is en zich binnen de fiscaliteit afspeelt, is de precieze reikwijdte van de toegestane uitzonderingen en rechtvaardigingen in verband met beperkingen jegens investeerders uit derde landen (en de mate waarin de Commissie bereid zou zijn inbreukprocedures te starten), nog in het geheel niet duidelijk. Zie A. Jones en J. Davies, 'Merger control and the public interest: balancing EU and national law in the protectionist debate', in: B. Hawk, *International antitrust law & policy*, Huntington Juris publishing 2015, p. 94.

investerings¹²⁶ die, met de inwerkingtreding van het Verdrag van Lissabon, onder de gemeenschappelijke handelspolitiek en daarmee de exclusieve bevoegdheid van de Unie zijn komen te vallen.¹²⁷ Op grond van deze bevoegdheid kan de Unie verdragen met derde landen sluiten, en kan zij – in beginsel – de nationale regels voor markttoegang en zelfs de post-investeringsfase harmoniseren.¹²⁸ Daarbij rijst de vraag óf en zo ja, in welke mate, de bevoegdheid voor lidstaten om inkomende investeringen te kunnen screenen niet alsnog is komen te vervallen omdat zij is overgeheveld naar het supranationale niveau.¹²⁹

Daarbij dient vooraf te worden opgemerkt dat de exclusieve bevoegdheid van de Unie niet expliciet betrekking lijkt te hebben op portfoliobeleggingen.¹³⁰ De Commissie stelt zich niettemin op het standpunt dat de Unie de exclusieve bevoegdheid bezit om overeenkomsten op dit terrein te sluiten, omdat – kort gezegd – internationale overeenkomsten over investeringen binnen de werkings-

sfeer van de bepalingen in het VWEU met betrekking tot de vrijheid van kapitaal vallen.¹³¹

Volgens de Europese instellingen strekt de exclusieve bevoegdheid van de Unie zich uit tot alle aspecten van directe buitenlandse investeringen.¹³² Dit betekent dat lidstaten slechts zelf regulerend kunnen optreden als zij daartoe door de Unie zijn gemachtigd. Een dergelijke machtiging ontbreekt echter (vooralsnog). Daarnaast heeft de Unie tot op heden geen algemene regels uitgevaardigd waarmee inkomende investeringen door lidstaten en/of door de Unie kunnen worden getoetst (bijvoorbeeld op veiligheidsaspecten). De consequentie hiervan is dat als uitgangspunt dient te gelden dat alle nationale belemmeringen van grensoverschrijdende fusies en directe buitenlandse investeringen in beginsel in strijd zijn met de bevoegdheidsverdeling nationaal-supranationaal.¹³³

Dit uitgangspunt is *a priori* niet onlogisch. Verschillen in nationale regimes kunnen er immers toe leiden dat een geplande buitenlandse investering die op basis van nationale wet- en regelgeving niet is toegestaan, alsnog kan plaatsvinden in een andere lidstaat en vervolgens van het vrije verkeer kan profiteren.¹³⁴ Voor zover het vrij verkeer van kapitaal aan de orde is, dient zij evenwel te worden gezien in het licht van artikel 65 lid 1 onder b VWEU. Hoewel de verhouding tussen deze bepaling en artikel 207 VWEU nog niet is verhelderd, vormt de *prima facie* toepasselijkheid van deze bepaling (mede) grond om aan te nemen dat de lidstaten nog steeds in staat moeten worden geacht maatregelen te nemen die op grond van de openbare orde of de openbare veiligheid zijn gerechtvaardigd, ook als het gaat om inkomende investeringen uit derde landen.¹³⁵ De vraag is in hoeverre nieuwe door de Unie (al dan niet samen met de lidstaten) gesloten vrijhandels- en *stand-alone*-investeringsovereenkomsten met derde landen de concrete invulling van deze rechtvaardigingsgronden alsmede de *rule of reason* geheel of gedeeltelijk zullen harmoniseren. Een belangrijk punt in dit verband is de vraag welke beslissingsmarge internationale arbiters zullen hebben

126. Volgens de OESO worden directe buitenlandse investeringen gekenmerkt door hun oogmerk in blijvende mate significante zeggenschap uit te oefenen over het bestuur van een onderneming in een ander land. Volgens de 'standaarddefinitie' dient een investeerder ten minste 10 procent van de stemrechten in een onderneming te verkrijgen. Zie OESO, 'Benchmark definition of foreign direct investment', 4e dr., 2008, punt 117. Het IMF hanteert een vergelijkbare definitie. In lijn daarmee heeft het Hof van Justitie – in een zaak over *golden shares* van Portugal in het geprivatiseerde *Portugal Telecom SGPS SA* – directe investeringen gedefinieerd als 'investerings in de vorm van een deelneming in een onderneming door aandeelhouderschap die de mogelijkheid biedt om daadwerkelijk deel te hebben in het bestuur van of de zeggenschap over een vennootschap', zie HvJ 8 juli 2010, zaak C-171/08, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2010:412, punt 49. Zie eveneens: HvJ 12 december 2006, zaak C-446/04, *Test Claimants in the FII Group Litigation*, ECLI:EU:C:2006:774, punt 182 en de mededeling van de Commissie, 'Naar een algemeen Europees internationaal investeringsbeleid', COM(2010)343 definitief, p. 2.

127. Y. Devuyst, 'The European Union's Competence in International Trade After the Treaty of Lisbon', 39 *Ga. J. Int'l & Comp. L.* 639 2010-2011, p. 653 e.v.

128. S. Meunier, 'Integration by Stealth: How the European Union Gained Competence of Foreign Direct Investment', EUI Working Paper RSCAS 2014/66, p. 1; A. Reinisch, 'The Division of Powers Between the EU and Its Member States "After Lisbon"', in: M. Bungenberg, J. Griebel en S. Hindelang (red.), *European Yearbook of International Economic Law – International Investment Law and EU Law*, Dordrecht: Springer 2011, p. 53.

129. Zie M. Bungenberg, 'The Division of Competences Between the EU and Its Member States in the Area of Investment Politics', in: M. Bungenberg, J. Griebel en S. Hindelang (red.), *European Yearbook of International Economic Law – International Investment Law and EU Law*, Dordrecht: Springer 2011, p. 29; E. Vranes, 'State Measures Protecting Against "Undesirable" Foreign Investment. Issues in EU and International Law', *Zeitschrift für öffentliches Recht* 2012, vol. 67, nr. 4, p. 660. Verordening (EU) nr. 1219/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 12 december 2012 ziet op overgangsregelingen voor bilaterale investeringsbeschermingsovereenkomsten tussen lidstaten en derde landen, maar heeft in beginsel geen betrekking op de nationale investeringsregulering.

130. 'Portefeuillebeleggingen' zijn investeringen in de vorm van de verwerving van deelnemingen op de kapitaalmarkt met uitsluitend doel te beleggen, zonder invloed op het bestuur van en de zeggenschap over de onderneming te willen uitoefenen, zie HvJ 8 juli 2010, zaak C-171/08, *Commissie/Portugal*, ECLI:EU:C:2010:412, par. 49. Art. 207 VWEU verwijst slechts naar 'directe buitenlandse investeringen'.

131. Mededeling van de Commissie, 'Naar een algemeen Europees internationaal investeringsbeleid', COM(2010)343 definitief, p. 8-9 onder verwijzing naar art. 3 lid 2 VWEU. Daarmee lijkt zij op het eerste gezicht af te wijken van het standpunt van de Raad. Dit volgt onder andere uit het onderhandelingsmandaat van 9 oktober 2014 met betrekking tot de 'Transatlantic Trade and Investment Partnership' (TTIP). Zie bijvoorbeeld <<http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11103-2013-DCL-1/en/pdf>>, punt 22.

132. M. Bungenberg en S. Hobe, 'The Relationship of International Investment Law and European Union Law', in: M. Bungenberg, J. Griebel, S. Hobe en A. Reinisch, *International Investment Law*, Baden-Baden Nomos 2015, p. 1614 en verwijzingen aldaar.

133. E. Vranes, 'State Measures Protecting Against "Undesirable" Foreign Investment. Issues in EU and International Law', *Zeitschrift für öffentliches Recht* 2012, vol. 67, nr. 4, p. 663.

134. S. Meunier, 'Integration by Stealth: How the European Union Gained Competence of Foreign Direct Investment', EUI Working Paper RSCAS 2014/66, p. 13.

135. E. Vranes, 'State Measures Protecting Against "Undesirable" Foreign Investment. Issues in EU and International Law', *Zeitschrift für öffentliches Recht* 2012, vol. 67, nr. 4, p. 664.

om investeringsbeschermingsclausules ruim te uit te leggen.¹³⁶

Europese concentratiecontrole

Afgezien van het feit dat lidstaten geen nationale regelingen mogen uitvaardigen die in strijd zijn met het vrij verkeer van kapitaal en de vrijheid van vestiging, dienen lidstaten ervoor te waken dat ook de concrete toepassing daarvan verenigbaar is met het Unierecht.¹³⁷ Daarbij is in het bijzonder de CoVo relevant. De CoVo heeft echter enkel betrekking op concentraties met een Uniedimensie, niet op het voorkomen van belemmeringen op de interne markt in algemene zin. Dergelijke belemmeringen vallen standaard onder het internemarktrecht. Bovendien, zo volgt uit *EdF/London Electricity*, verzet de CoVo zich niet tegen de toepassing van nationale sectorregulering als zodanig, zolang de toepassing hiervan is gericht op het gedrag – en dus niet de concentratie – van ondernemingen op de markt.¹³⁸

Voor een beleid ter bescherming van niet-mededingingsfactoren lijkt binnen de CoVo – met haar strikt procedureel-juridische criteria – nauwelijks ruimte, zowel op lidstatelijk als op supranationaal niveau.¹³⁹ Er is evenwel het een en ander aan ruimte voor de bescherming van ‘gewettigde belangen’ door lidstaten,¹⁴⁰ waarbij die ruimte mogelijk groter is jegens derde landen (maar zie in dat verband het hiervoor overwogene met betrekking tot directe buitenlandse investeringen). Ook hier geldt echter het uitgangspunt dat economische belangen als zodanig daar niet onder vallen. Een belangrijke vraag voor de toekomst is in hoeverre de Unie actief zal optreden tegen lidstaten die, in welke vorm dan ook, protectionisme tentoonspreiden.

De gevolgen van dit Europeesrechtelijk kader

De samengevatte uitkomst van de in deze bijdrage beschreven krachtmeting tussen het Europees en nationaal recht van de lidstaten is dat het Unierecht een streng keurslijf vormt voor publieke belangen die worden ingeroepen ter onttrekking van nationale regelingen aan de vrije mededinging. Dit keurslijf geldt zowel voor het internemarktrecht als voor concentratiecontrole, en in beginsel worden lidstatelijke rechtvaardigingen die voortvloeien uit financiële overwegingen daarbij niet

aanvaard. De overheveling van de regulerende bevoegdheid omtrent directe buitenlandse investeringen naar het EU-niveau lijkt daarenboven de relatieve beleidsvrijheid van lidstaten in relatie met derde landen enkel in aanzienlijke mate verder te hebben ingeperkt.

De vraag is dan ook hoe de Unie invulling zal geven aan haar toekomstig beleid met betrekking tot fusies en buitenlandse investeringen, bijvoorbeeld in het kader van haar onderhandelingen over investeringsregels met derde landen. Bovendien kan men zich afvragen of de Unie, in lijn met de Verenigde Staten, het op enig moment gewenst zal achten om investeringen op een centraal niveau te toetsen (bijvoorbeeld) op veiligheidsaspecten. Ook het optreden van de Unie tegen lidstaten die enig protectionisme tentoonspreiden is het opvolgen waard. De nieuwe golf van economisch patriottisme in sommige lidstaten kan daarbij mogelijk garant staan voor een boeiende katalysator van het toekomstig Uniebeleid.

136. European Parliament resolution of 6 April 2011 on the future European international investment policy (2010/2203(INI)), par. 24.

137. A. Jones en J. Davies, ‘Merger control and the public interest: balancing EU and national law in the protectionist debate’, in: B. Hawk, *International antitrust law & policy*, Huntington Juris publishing 2015, p. 97.

138. M.1346, *EdF/London Electricity*, punt 11.

139. Zie P. Jansen, ‘National en European champions: moet een hierop gericht industriebeleid onder de Europese concentratiecontroleregels als illusoir worden beschouwd?’ *M&M* 2015/4, p. 140.

140. Ofschoon de reikwijdte van art. 21 lid 4 CoVo nog niet is opgehelderd.